东兴证券 DONGXING SECURITIES

汽车行业：乘风破浪的重卡市场，高景气度未完待续

——基于国三存量数据的重卡销量测算

2020 年 06 月 22 日

看好/维持

汽车 | 行业报告

在国内疫情恢复期的 2020 年 4、5 月，重卡销量连创新高。重卡销量的强势已经持续了近 4 年，资本市场当前对国内重卡市场高景气度的持续性抱有较多疑虑。**结合对保有量-经济增速的分析，以及最新的国三保有量数据的分析，我们认为重卡市场高景气度将持续至 2021 年。重卡市场的波动中枢将明显上移，2014-2015 年 55 万辆的年销量低谷将不会出现。**

货车销量的背后是货运周转量，而货物周转量最主要的驱动力是一、二产业的发展。**对近年数据分析发现，中国货车保有量增速与公路货物周转量增速及一、二产业的 GDP 增速明显正相关。**

国三等旧车报废置换新车将是 2020 年重卡销量增长的主要动力。考虑疫情影响，年内公路运力总需求可能与去年基本持平，造车货车销量与报废量相近。根据国三存量数据、历史自然淘汰率及各地鼓励报废、国三限行政策估算，**2020 年重卡旧车报废将合计达到 115 万辆**，明显高于我们此前的预期。

如 2021/2022 年一二产业 GDP 增长 9%/5.8%，国内重卡保有量需要增长 8.5%/4.5%。届时老车报废量将显著下降，销量将主要取决于经济增长。

预计 2020/2021/2022 年重卡市场销量（含海外）分别为 131/126/90 万辆，相比此前预测提升 19/30/6 万辆，增量主要来自于国三存量的预测变动。预计到 2021 年下半年柴油车国六全部实施之前，重卡市场仍将维持相当高的景气度。我们认为国内重卡市场的长期中枢在 113 万辆左右。考虑到海外市场的快速增长，中国重卡行业未来的销量波动中枢将在 120 万辆以上。

投资策略：

我们认为重卡板块将跑赢汽车行业整体。结构方面，随着国六实施，排放的高门槛将影响到整个行业。建议关注各环节龙头，包括潍柴动力（动力链、整车）、中国重汽 H（整车）、中集车辆 H（挂车、专用车上装）以及渤海汽车（活塞）。

风险提示：

COVID-19 引发的全球新冠疫情持续时间长于预期；全球化发生根本逆转。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
潍柴动力	1.21	1.18	1.05	11.3	11.6	13.0	1.94	强烈推荐
中国重汽 H	2.42	3.61	3.44	12.5	8.4	8.8	1.14	推荐
中集车辆 H	0.76	0.77	0.87	8.0	7.9	7.0	0.82	推荐
渤海汽车	0.08	0.03	0.26	41.9	96.2	12.6	0.53	强烈推荐

资料来源：wind、东兴证券研究所

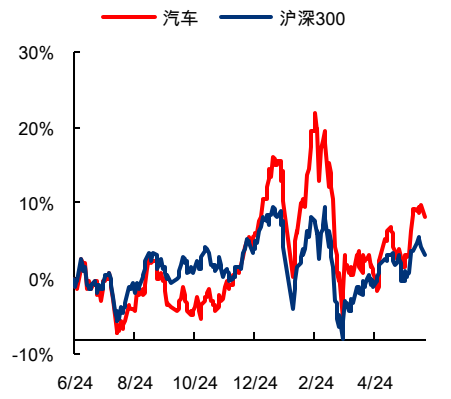
未来 3-6 个月行业大事：

2020 年 7 月 1 日：国五汽油车停止生产

2020 年 7 月 23 日：2020 年版新能源车补贴标准开始实施

行业基本资料	占比%	
股票家数	173	4.5%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	22448.05	3.28%
流通市值(亿元)	15728.96	3.14%
行业平均市盈率	34.4	/
市场平均市盈率	18.82	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘一鸣

021-25102862 liu_ym@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050003

研究助理：张觉尹

021-25102862 zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070035

在国内疫情恢复期的 2020 年 4、5 月，重卡销量连创新高。由于 2016 年四季度以来，重卡销量的强势已经持续了近 4 年，资本市场当前对国内重卡市场高景气度的持续性抱有较多疑虑。结合对保有量-经济增速的分析，以及最新的国三保有量数据的分析，我们认为：

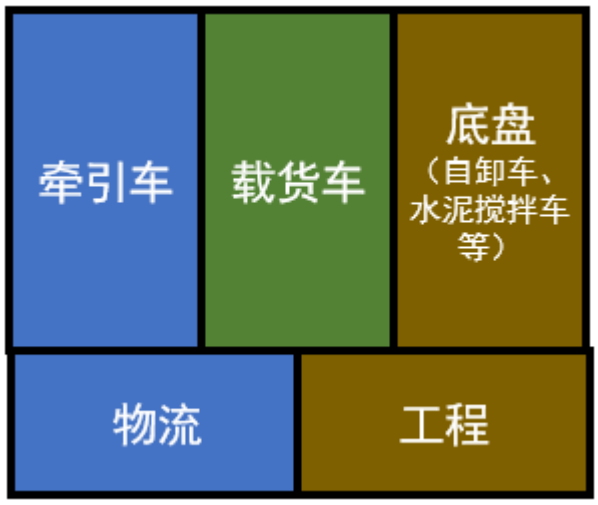
- **由于国三保有量明显超出我们此前的估计，2020 年国内重卡销量有望再创新高达到 121 万辆。2020 年内国三报废将是重卡市场增长的主要动力。**
- **长期看重卡保有量与一、二产业 GDP 增长率呈正相关。由于中国经济规模已经远超上一轮重卡周期，重卡销量的波动中枢将持续上移。2014-2015 年 55 万辆的年销量低谷将不会出现。**

1. 重卡保有量长期看与一二产业发展正相关

货车销量的背后是货运周转量，而货物周转量的最主要驱动力是第一、第二产业的发展。

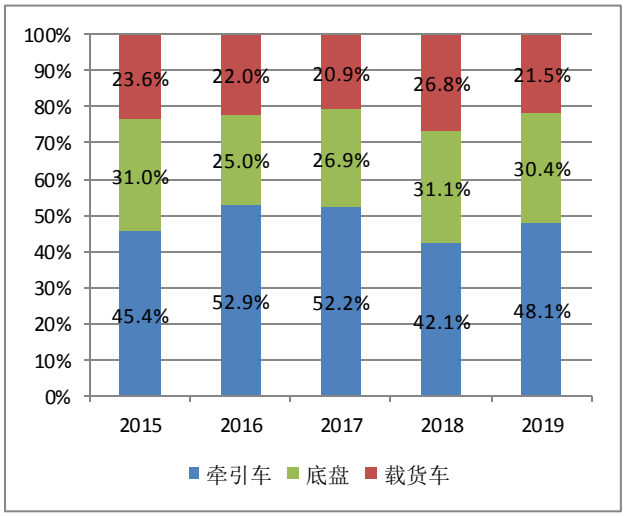
重卡按照用途主要分为物流车和工程车，每一种的景气程度都与经济发展明显相关。物流车主要服务于大宗货物以及消费品的运输，需求更为刚性，近年随着快递业的发展还稳中有增，体现在销量上则是波动较少；而工程车主要服务于各类基础建设，销量波动较大。

图1：重卡按照用途的分类



资料来源：东兴证券研究所整理

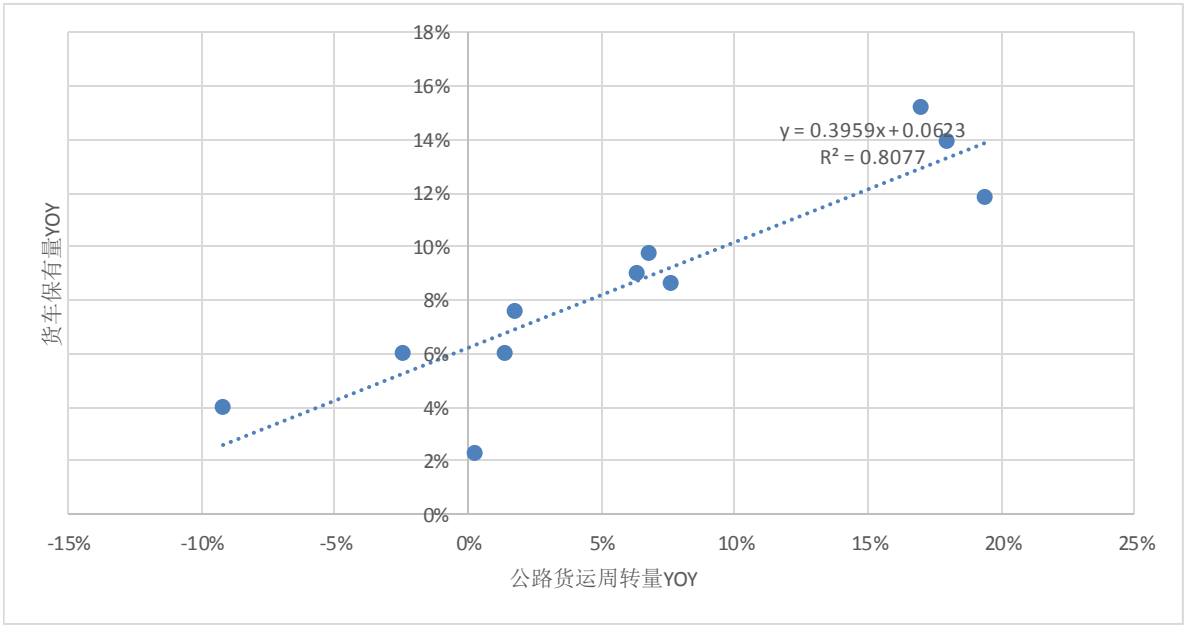
图2：各类重卡占比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

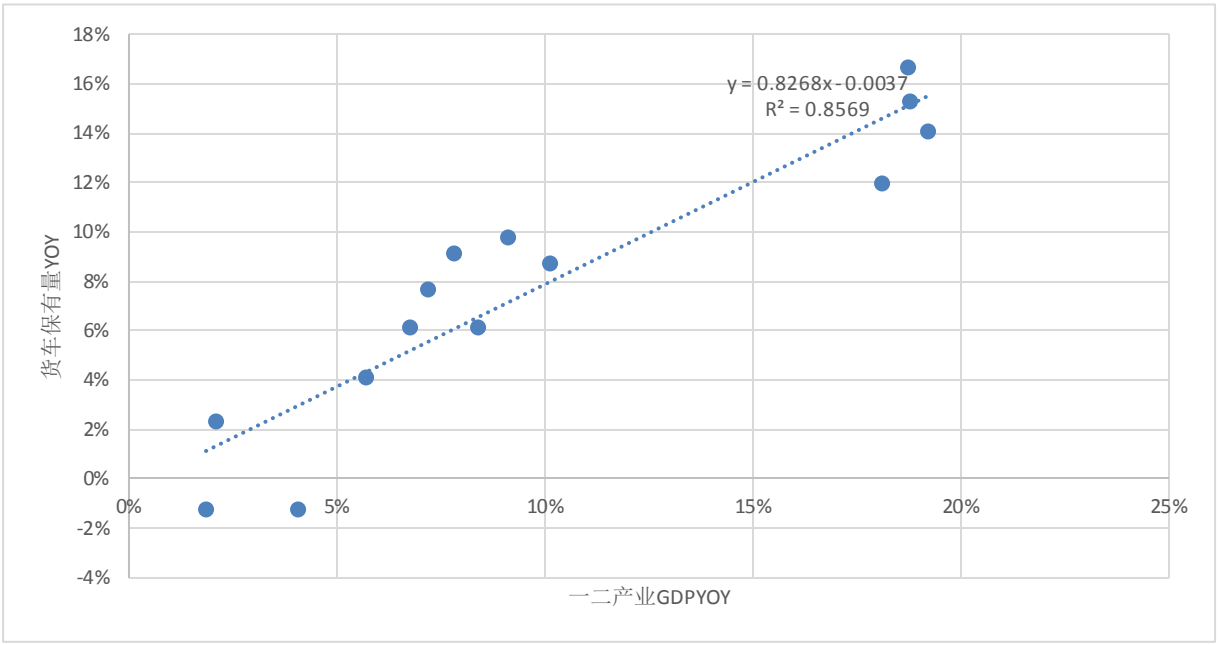
重卡行业的周期性强于货车整体，然而重卡作为货运工具、生产资料的投资品特性与其他货车相同。因此，公路货运周转量和背后的 GDP 是重卡行业景气度的重要决定因子。参考公安部的货车保有量数据，可以看到在最近一轮经济周期（2010 年以来）中，货车保有量的同比增速与一二产业 GDP 的同比增速有较强的相关性。

图3：近年国内货车保有量与公路货运周转量同比增速



资料来源：WIND；东兴证券研究所

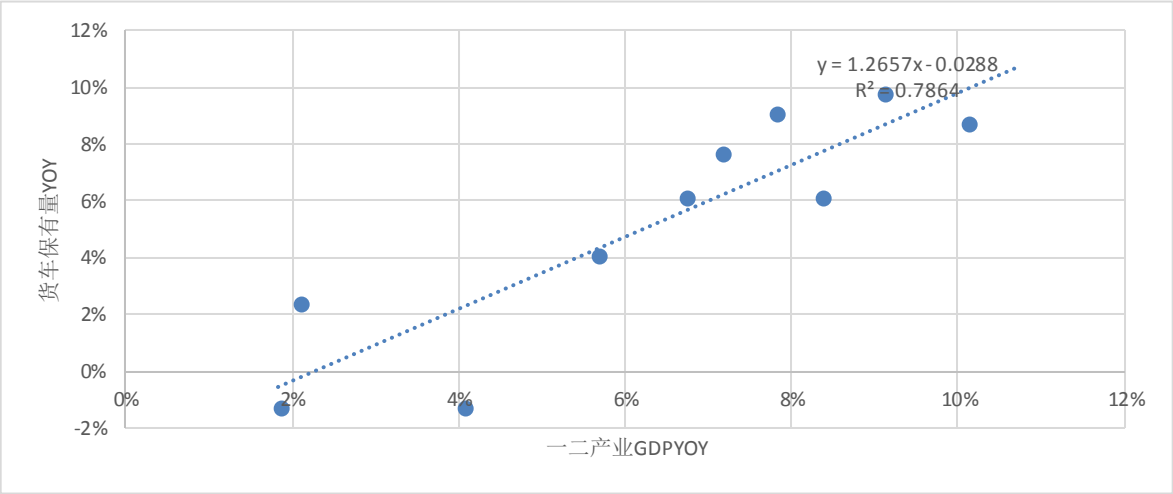
图4：2010 年以来国内货车保有量与一二产业 GDP 同比增速



资料来源：WIND；东兴证券研究所

2014 年以来，货车保有量增速与一二产业 GDP 增速仍然呈正相关，但弹性有所加大，同时一二产业零增长对应的货车保有量增速有所下降。我们认为其原因主要是：一二产业 GDP 增速相比此前有明显下降；治超降低单车运力；电子、制药等高附加值工业在第二产业中占比逐渐加大。

图5：2014 年以来国内货车保有量与一二产业 GDP 同比增速



资料来源：Wind; 东兴证券研究所

具体到重卡领域，近年重卡保有量的增速也与一二产业 GDP 增速呈正相关

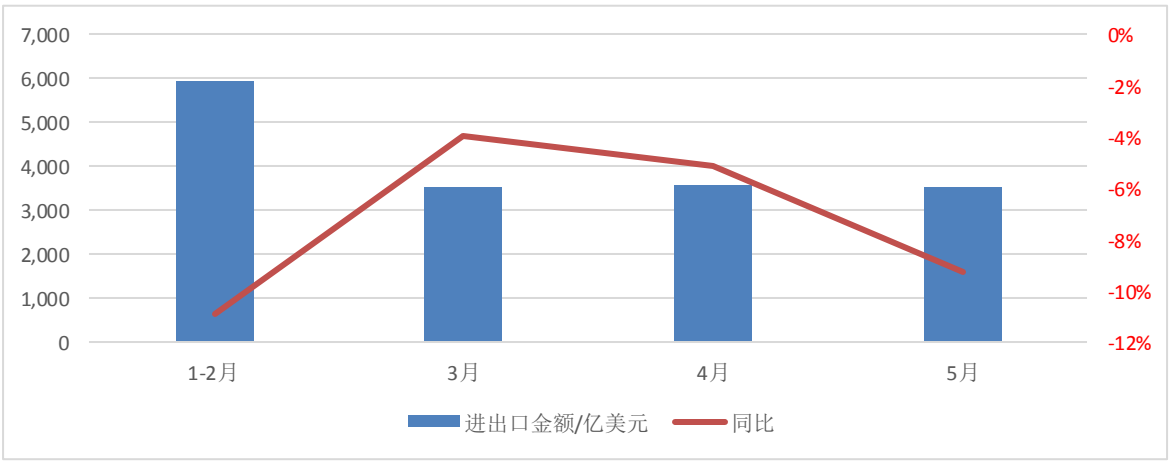
表1：近年重卡保有量与一二产业 GDP 同比增速

	重卡保有量 YOY	一二产业 GDP YOY
2016	7.2%	4.9%
2017	10.6%	10.7%
2018	9.6%	9.1%
2019	8.4%	6.3%

资料来源：中汽数据；东兴证券研究所

考虑到今年疫情的影响，年内一二产业 GDP 增速可能较低。因此，维持年初的重卡保有量，即可完成年内的运输需求。物流方面，由于海外疫情仍然较为严重，年内和进出口相关的干线物流需求很可能出现明显下滑。工程方面，疫情对部分项目工期造成影响，由于赶工，局部的峰值运力需求反而会加大。

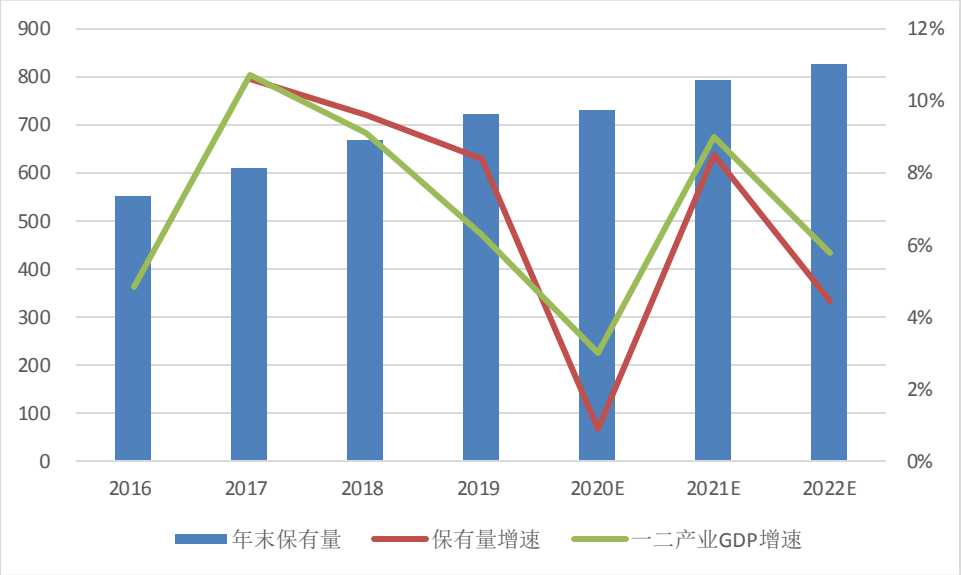
图6：2020 年至今中国进出口金额当月值及同比增速



资料来源：海关总署；东兴证券研究所

具体到月度，由于年初疫情期间的高速免费政策刺激一部分个体司机加入货运行业，年内重卡销量将呈现前低后高的走势。后续的 2021/2022 年，如果一二产业 GDP 增长达到 9%/5.8%，则重卡保有量需要分别增长 8.5%/4.5%。

图7：国内重卡保有量及预测



资料来源：中汽数据；WIND；东兴证券研究所

2. 国三重卡存量仍然非常可观，国三淘汰是年内主要增长动力

由于年内运力增长需求有限，旧车报废置换新车将是重卡销量增长的主要动力。由于各地国三车鼓励报废政策近期加速，我们推测年内将有 110 万辆国三重卡报废。2020 年将合计报废重卡 115 万辆，高于我们此前的预期。再加上重卡出口及海外本地化生产销售，**我们推测中国企业 2020 年重卡销量将达到 131 万辆，或将连续 4 年创出历史新高。**

表2：中国企业重卡销量预测（单位：万辆）

	国内	海外	合计	YOY
2016	68	4.8	73	
2017	106	5.2	111	52.7%
2018	108	7.2	115	3.1%
2019	108	9.2	117	2.2%
2020E	121	9.2	131	11.5%
2021E	115	11.0	126	-3.7%
2022E	77	13.2	90	-28.1%

资料来源：中汽协；东兴证券研究所

2019 年及以前，国三重卡报废数量有限，2019 年底国三存量高于此前预期。根据中汽数据，2019 年底国内有 268 万辆 N3 级别（>=12 吨）国三货车。转换成常用口径的重卡(>=14 吨)，我们推测国三存量可能近 200 万辆。

国三存量货车车龄普遍偏大。截止 2019 年底，国三存量 N3 车中有 95%以上车龄介于 6-11 年间。

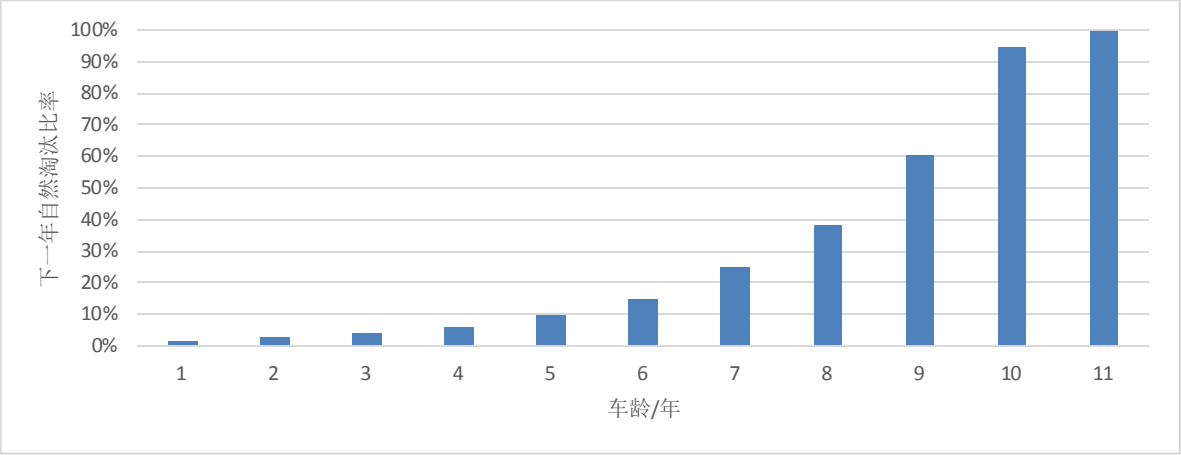
表3：国三存量 N3 车车龄分布

2019 国三存量车龄	6-7	8-9	10-11	其他
N2	62	114	81	8
N3	92	97	71	8

资料来源：中汽数据；东兴证券研究所

考虑到存量国三重卡的车龄，即使没有国三报废刺激政策，未来 1-2 年也将是国三车报废置换的高峰。根据存量大数据，10 年以上车龄车辆的一年自然淘汰率接近 100%，9 年车龄的车辆的一年自然淘汰率也超过 60%。

图8：国内重卡一年自然淘汰率



资料来源：中汽数据；东兴证券研究所

我们推测 2020/2021/2022 年自然报废的国三重卡分别达到 99/46/26 万辆，存量国三车到 2022 年底基本报废完毕。

表4：国三重卡自然淘汰量推算（单位：万辆）

国三 N3 自然淘汰	6-7	8-9	10-11	N3 合计	折合重卡
2020	18	48	69	136	99
2021	23	38	2	63	46
2022	25	11	0	35	26

资料来源：中汽数据；东兴证券研究所

各地的鼓励国三报废政策也在加速，2020 年内或有 10 万辆重卡提前报废。国三车在 2020 年的加速淘汰，是对 2021/2022 年自然淘汰的透支。因此，推测 2021/2022 年的国三重卡报废量比自然报废各少 5 万辆。

各地相继推出鼓励国三报废、加强国三限行的政策，这将助推年内重卡市场。由于多数地区尚未对重卡实施国六标准，我们认为对国三的鼓励报废将是对重卡行业的促进。结合国内基建、物流需求的增长，我们推测年内重卡销量仍将维持高景气度。

目前，北京的国三重卡报废补助申请已截止，各主要地区也将分别于 2020 年年中或年末截止。上海、深圳的最高补助超 6 万元，鼓励力度较大。

表5：各地当前鼓励国三淘汰补助政策

地区	国三重卡报废补助/万元	当前补助实施截止时间
广东深圳	2.1 - 6.65	2020 年 6 月 30 日
山东青岛	2.5-5	2020 年 6 月 30 日
河南洛阳	0.2 - 0.7	2020 年 6 月 30 日
江苏南京	1 - 3.8	2020 年 12 月 31 日
上海	2.2 - 6.8	2020 年 12 月 31 日
陕西西安	2.6	2020 年 12 月 31 日

资料来源：各地政府公告；东兴证券研究所

除了报废补助政策，各地也出台国三车辆限行政策，加速推进国三车辆提前淘汰。以上海为例，目前其最新的国三限行标准进一步缩减了限行车辆的通行时间，并且扩大了限行区域，具体标准如下：

1. 自 2020 年 6 月 1 日起，全天 24 小时禁止国三标准柴油货运机动车(情形 2 中的车辆除外)在本市 S20 外环高速以内的道路上(不含 S20 外环高速以及 S20 外环高速高架段投影下的地面道路)行驶。
2. 自 2020 年 8 月 1 日起，全天 24 小时禁止本市国三标准柴油冷藏车和按要求已加装尾气净化装置、并且尾气净化装置正常使用的本市国三标准柴油集装箱运输车辆，在本市 S20 外环高速以内的道路上(不含 S20 外环高速以及 S20 外环高速高架段投影下的地面道路)行驶。
3. 自 2020 年 10 月 1 日起，全天 24 小时禁止国三标准柴油货运机动车在 G1503 上海绕城高速范围以内的道路上(含 G1503 上海绕城高速以及 G1503 上海绕城高速高架段投影下的地面道路)行驶。

图9：上海 S20 外环高速



资料来源：上海本地宝；东兴证券研究所

图10：G1503 上海绕城高速



资料来源：上海本地宝；东兴证券研究所

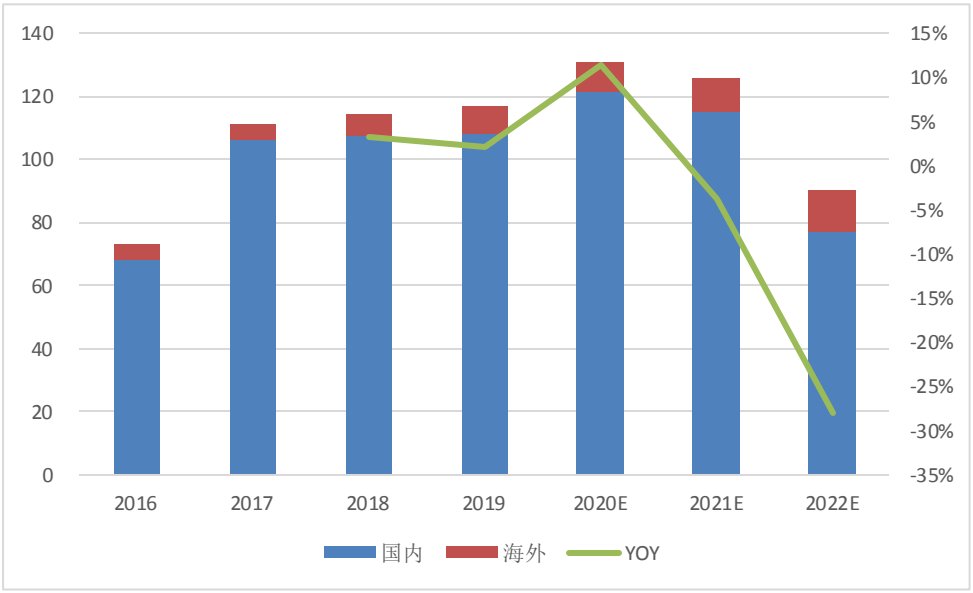
此外，根据自然报废率，预计 2020 年国四国五重卡的报废更新量为 5 万辆。

综上所述，预计 2020 年重卡的报废更新量为 115 万辆。由于国三存量的集中报废，2021/2022 年的报废更新量将显著下滑到 52/42 万辆。届时，重卡市场的增长将更依靠经济增长带来的运力需求增长。

3. 市场总量预测及投资建议

预计 2020/2021/2022 年重卡市场销量（含海外）分别为 131/126/90 万辆，相比此前预测提升 19/30/6 万辆，增量主要来自于国三存量的预测变动。预计到 2021 年下半年柴油车国六全部实施之前，重卡市场仍将维持相当高的景气度。

图11：重卡市场销量预测（单位：万辆）



资料来源：中汽协；东兴证券研究所

如 2020/2021 年国内重卡销量连续超过 110 万辆，市场相当于连续 5 年处于高景气度状态。我们认为资本市场所担忧的“周期性低谷”迟迟未出现，重卡销量连超预期，主要是由于以下原因：

- 2016Q4-2017：治超带来的存量运能降低
- 2017-2019：工业产出增速较高
- 2019-2021：国三加速淘汰

重卡作为周期行业，其所谓的“周期性”只是一个相对概念，未必严格按照一个固定的时长来循环。本轮高景气度如延长至 5 年，在经济层面也有其合理的原因。此外，一带一路沿线国家的基建需求处于快速成长阶段，海外市场的成长也将降低中国重卡企业的周期性。

中长期看，重卡市场仍将呈现强于其他汽车整车细分市场的周期性，但销量中枢将逐渐上移。只要国内工农业不出现大幅度倒退，重卡市场出现类似 2014-2015 年的低谷（销量仅 50 多万辆）的可能性不大。按现在 725 万辆的存量，即使在国六全面实施后车辆更新周期全部加长到 10 年，每年也有 70 万辆左右的固定更新

需求。参考前文的存量-GDP 增速图，5%的一、二产业 GDP 增速即对应 3.4%的货车保有量增速。按照当前的存量，等价于每年 25 万辆的增量。因此，我们推测国内重卡市场的销量不会长期低于 100 万辆，长期中枢在 113 万辆左右。考虑到海外市场的快速增长，中国重卡行业未来的销量波动中枢将在 120 万辆以上。

表6：中长期重卡销量中枢预测

	低景气度	中枢	高景气度
一二产业 GDP 增速	3.0%	5.0%	7.0%
推测货车保有量增速	0.9%	3.4%	6.0%
重卡增量需求/万辆	7	25	43
存量重卡更新周期/年	10.0	9.5	9.0
存量重卡更新/万辆	73	76	81
国内销量/万辆	79	101	124
海外销量/万辆	9	12	12
销量合计/万辆	88	113	136

资料来源：东兴证券研究所整理；按照重卡保有量为 725 万辆估计

市场较为担心重卡行业的周期性，而对其成长性较为低估。随着国六的逐渐实施，排放管理的高门槛将逐渐影响到整个柴油车行业。各环节价值量提升的同时，市场集中度也将提升。建议关注重卡行业各环节龙头，包括潍柴动力（动力链、整车）、中国重汽 H（整车）、中集车辆 H（挂车、专用车上装）以及渤海汽车（活塞）。

4. 风险提示

COVID-19 引发的全球新冠疫情持续时间长于预期；全球化发生根本逆转。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	后疫情时代系列报告之三：风吹投资起，疫毕机遇生	2020-03-29
行业普通报告	氢燃料电池重卡独角兽 Nikola 将登陆纳斯达克	2020-03-09
公司普通报告	中集车辆（1839.HK）：灯塔工厂照亮高端之路	2020-06-03
公司普通报告	潍柴动力（000338）：发挥多种能源动力优势，稳健应对外部挑战	2020-04-30
公司普通报告	中集车辆（1839.HK）：运猪变运肉，冷藏车春天将至	2020-04-09
公司普通报告	中国重汽（3808.HK）：海外显著增长，或将受基建推动	2020-04-01
公司普通报告	潍柴动力（000338）：疫情是危亦是机，全线布局或发力	2020-03-27
公司普通报告	渤海汽车（600960）：国六升级显身手，铝业集群展雄风	2020-03-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

研究助理简介

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526